

“新三板” 市场改革专项调查报告

中国证券投资者保护基金有限责任公司

2012 年 3 月

报告摘要

“新三板”市场的推出是我国建立全国统一监管下的场外交易市场（OTC）的有益探索，是支持高新技术产业发展的重要平台之一，同时也是建立多层次资本市场体系的重要一环，对于解决高新技术等优质中小企业融资难问题、提升公司治理水平至关重要，也为广大投资者提供了一个新的投资渠道，丰富了投资品种。

“新三板”市场推出至今，受挂牌企业数量不多、经营风险较大、信息不对称、股权流动性不足等因素的影响，市场发展状况不能满足经济社会发展的要求。“新三板”市场改革已箭在弦上。

为了解广大投资者对现行“新三板”市场的了解程度、对“新三板”市场改革的认可程度以及对改革后的“新三板”市场交易的参与意愿，从而更好地为投资者服务，并为监管层制定政策提供参考依据，中国证券投资者保护基金公司依托其覆盖全国个人证券投资者的固定样本库，于2011年年底开展了此次“新三板”市场改革专项调查。该固定样本库是通过科学抽样方法从全国31个省、自治区、直辖市（港、澳、台除外）中所有个人（自然人）证券投资者中抽取的5235名投资者构成的，在95%的置信区间内调查结果的误差率不超过3%。本次调查最终回收有效问卷5229份，有效回复率达99.89%，通过对调查数据的初步统计分析，得出以下主要结论和政策性建议：

一、投资者对现行“新三板”市场的了解程度

通过前期证券公司的宣传、客户服务和报纸、电视等公共媒体的宣传、教育，当前关于“新三板”市场入门基础知识的普及已经取得一定成效，但具体到与交易相关的具体规则、制度，了解程度则相对不高。今后，“新三板”市场投资者教育工作的开展，可考虑将重点放在具体的交易规则、风险揭示及投资者维权等方面。

调查结果显示，73.93%的投资者对“新三板”市场有所了解。而当涉及对“新三板”市场交易需主办券商代理、单笔股份交易有最低限额要求、依托独立的新三板代办交易系统以及实行股份转让限售期、涨跌幅限制等具体交易制度时，对此表示了解的投资者的比例均在40%以下，了解程度相对不高。

交叉分析显示，投资者年龄越小、学历程度越高、越偏好高风险高收益产品，对“新三板”市场的了解程度越高。

从了解渠道来看，证券公司的宣传、客户服务渠道和报纸、电视、广播、网站等公共媒体渠道是投资者了解“新三板”市场的主要途径，其获选比例分别为50.77%和36.72%。

二、投资者对“新三板”市场改革的认可程度

多数投资者对“新三板”市场正在酝酿之中的一系列改革的措施或方向是认同的。如：对引入更广泛的自然人投资者、实行投资者适当性管理制度、建立更严格的信息披露制度、实行严格的退市机制、推行注册制等均获得了相对多数投资者的认同，而对于“新三板”市场引入做市商制度作为市场唯一的交易方式，相当多数的投资者对此

表示不认同。这一方面体现了投资者对“新三板”市场改革关注程度较高；另一方面，也表明当前将做市商制度作为市场唯一交易方式的条件尚不成熟，改革需逐步推进。

调查结果显示，35.70%的投资者表示十分有必要引入更广泛的自然人投资者进入“新三板”市场，认为必要性一般的占46.57%，只有17.73%的投资者明确表示没有必要。

对投资者实行“股龄不低于两年，资金不少于50万元”的适当性管理制度，46.28%的投资者认为由于“新三板”投资风险大，实施适当性管理有利于保护投资者利益；而14.57%的投资者则表示这一制度门槛过高，减少了流动性，认为现行适当性管理制度并不合理；另有39.15%的投资者认为必要性一般。

交叉分析显示，风险偏好程度越高的投资者，越认为有必要引入更广泛的自然人投资者和实施适当性管理制度。

27.96%的投资者对“新三板”市场准备引入做市商制度作为市场唯一的交易方式感觉合理，认为能够充分促进股权的流动和转让；15.93%的投资者认为引入做市商制度作为唯一交易方式风险较大，不合理；另外37.48%的投资者表示以做市商制度作为唯一的交易方式容易产生做市商对于交易市场的垄断，应同时实行做市商和现有报价方式双轨制。

60.70%的投资者认为“新三板”市场十分有必要实行严格的退市机制，仅5.43%的投资者不支持实行退市制度。65.08%的投资者认为

十分有必要建立更严格的信息披露制度。相较于现行的核准制,47.81%的投资者认为“新三板”市场十分有必要推行注册制,能够降低门槛,让更多的高科技企业加入到新三板市场;17.19%的投资者由于担心注册制会使大量企业短时间涌入市场,而相关配套政策尚未建立,会加大市场风险,表示没必要推行注册制。

三、投资者对改革后的“新三板”市场交易的参与意愿

超五成投资者认为自身适合参与“新三板”市场投资,近七成投资者表示打算或视情况参与改革后的“新三板”市场交易,另有部分投资者对“新三板”市场仍持观望态度,等待政策的进一步明朗。

对投资者自身风险承受能力及参与意愿的调查显示,55.10%的投资者认为自身适合参与“新三板”市场投资。其中,风险承受能力强的占9.22%,风险承受能力中等的占33.73%,风险承受能力弱的占12.14%。而认为自身不适合参与“新三板”市场投资的占44.90%。其中,风险承受能力强的占5.70%,风险承受能力中等的占20.75%,风险承受能力弱的占18.45%。

19.66%的投资者明确表示打算参与改革后的“新三板”市场交易,49.86%的投资者表示将视情况参与改革后的“新三板”市场交易,有30.48%的投资者则表示不打算参与。吸引投资者参与改革后的“新三板”市场的主要因素有挂牌企业多为科技创新型企业、成长性高和新三板市场具有较大发展空间等,而“新三板”市场风险太大以及因资金或股龄达不到要求而不具备投资资格,则是投资者不打算参与“新

三板”市场的主要原因。

四、投资者对“新三板”市场改革的评价和建议

投资者关于“新三板”市场改革的评价和建议**主要涉及交易制度、信息披露制度和转板制度等方面：**

1、“新三板”市场如要引入做市商制度，应对现行机制进行配套改革

改革的措施或方向主要包括：1) 加大政策支持，壮大机构投资者队伍；2) 大力发展资本市场，培育大型券商，为市场提供足够的流动性；3) 新三板市场应逐步引入融资融券业务，做市商通过灵活便捷的融资融券服务可提供市场急需的流动性；4) 加强我国证券市场监督管理职能，强化对做市商的外部监管。

2、加强“新三板”挂牌公司信息披露要求，强化对信息披露的监管和统一信息披露监管权

调查结果显示，对于目前“新三板”挂牌公司信息披露程度，只有 33.07%的投资者表示可以基本满足其投资需求。由于新三板公司经营和投资风险大、成活率低，为防范风险，应该及时、准确地向投资者披露足够多的公司信息，毕竟“阳光才是最好的杀毒剂”。调查显示 61.73%的投资者认为，“新三板”市场应建立更严格的信息披露制度并强化定期报告和临时报告的披露标准。

在信息披露的监管方面，新三板挂牌公司的监管主要靠主办券商

的督导。由于挂牌公司和主办券商之间存在利益关系，当前对主办券商的行为又缺乏制度约束，因此主办券商对挂牌公司的督导无法真正起到作用。调查显示，66.86%的投资者，表达了强化信息披露监管的要求。

另外，目前新三板市场信息披露监管主要由证券业协会承担，而证券业协会属于行业自律机构，监管力度存在一定不足。因此，有60.28%的投资者表达了统一信息披露监管权的要求，他们认为统一而强有力的监管对于新三板长期健康发展较为有利。

3、直接转板、提供绿色通道以及挂牌达到一定时间后才能转板是投资者认为较重要的“新三板”市场转板制度安排

调查显示，“达到沪深交易所上市标准后，无需行政审批直接向交易所申请转板”、“提供绿色通道，加快审批速度”以及“对挂牌期限进行限制，挂牌达到一定时间后才能转板”是投资者认为新三板成功转板最为重要的相关制度安排，获选比例分别为90.80%、89.77%以及83.73%。“新三板”市场转板机制的建立，将有效推动上市公司在主板、中小板、创业板以及新三板市场之间的互相流通，使不同层级的市场找到与自己相匹配的上市公司，并使上市公司找到适合自己发展的市场，促进多层次资本市场体系的建设。

4、实施严格退市制度，并将企业盈利能力作为是否退市的核心标准

60.70%的投资者认为“新三板”市场十分有必要实行严格的退市

机制，在制定“新三板”退市标准方面，61.16%的投资者认为“不具有较强的盈利能力”最为重要，“不具有自主知识产权的核心技术”以及“不具有行业带动性和自主品牌”获选比例分别为47.93%、45.80%。投资者认为建立严格的退市制度，通过优胜劣汰机制，将有效提高上市公司质量，减少上市公司二级市场价格与价值严重偏离现象，促进“新三板”市场长期健康发展。

5、投资者认为“新三板”现行融资制度存在形式单一、增资程序繁琐、对新增投资者限制过严等不足之处

调查显示，投资者认为“形式单一，仅定向增资一种方式”、“增资程序繁琐”、“定向增资对新增投资者限制过严”以及“定向增资条件过高”为“新三板”现行融资制度的存在的不足之处，获选比例分别为48.50%、47.56%、45.27%以及44.56%。

6、投资者认为引入竞价交易机制，允许更广泛的投资者参与且实施合格投资者制度，在“新三板”市场各项改革中最急需改善

调查显示，在“新三板”市场改革最需要改善的各个方面中，“引入竞价交易制度”、“允许更广泛的自然人投资者参与且实施合格投资者制度”是投资者认为最为亟需的，获选比例分别为54.52%、50.72%。

“引入做市商制度”、“简化定向增资程序”、“降低单笔最低转让股数要求”、“适当改变限售期的规定”以及“突破挂牌公司股东不能超过200人的限制”获选比例分别为47.70%、39.45%、34.79%、33.87%、21.80%。

当前新三板交易采用委托报价方式，投资者必须通过委托主办券商才能买卖挂牌公司的股份。买卖双方必须先达成成交协议，再委托自己的主办券商以指定价格和数量与指定对手方确认成交。由于代办股权转让系统只提供信息发布并不进行撮合成交，因此买卖双方遇不到合适交易对手的情况时有发生，一定程度上造成新三板市场交易比较清淡，因此引入竞价交易机制成为投资者的首选改革方向。目前证券业协会规定，“新三板”仅允许机构、原始自然人股东、通过定向增资或股权激励持有公司股份的自然人股东以及因继承或司法裁决等原因持有公司股份的自然人股东参与交易，不允许其他个人投资者的参与，而且参与交易的自然人股东只能买卖其持有的挂牌公司股份，不得买卖其它挂牌公司股份，一定程度上影响了“新三板”市场的活跃程度。在风险可控、投资者权益能够有效保障的前提下，为提高交易活跃程度和流动性，“新三板”市场有必要引入更广泛的个人投资者参与交易。